

2018 年 11 月 27 日

イタリア：2018 年の条約締結第 4 条協議

2018 年 11 月 13 日

(IMF ホームページより)

<https://www.imf.org/en/News/Articles/2018/11/13/ms111318-italy-staff-concluding-statement-of-the-2018-article-iv-consultation>

最終的な声明は、公式のスタッフ訪問（または「ミッション」）の終わりに、ほとんどの場合加盟国に IMF スタッフの予備調査結果を説明するものである。ミッションは、IMF の条項第 4 条に基づく定期的（通常は毎年）な協議の一部として、スタッフによる監視されたプログラムの一環あるいは、他のスタッフによる経済発展の監視の一環として IMF の資源を使用する要求（IMF からの借り入れ）の可能性の観点で、なされている。

イタリア当局はこの声明の公表に同意した。この声明で示された見解は、IMF スタッフのものであり、必ずしも IMF 理事会の見解を表すものではない。このミッションの予備的な知見に基づいて、スタッフはマネジメントの承認の下で IMF 理事会に討議と決定のための報告書を作成する。

1. **イタリア経済の重要な問題は、成長率が低く、社会的効果が弱いことである。** 実質個人所得は 20 年前の水準にある。この間、失業率は平均して 10% に近くなった。中年及び若年層の生活水準が低下してきた。イタリア国民の移住は半世紀の中で、高い水準となった。当局の成長と社会的包摂への重点的な取り組みは歓迎されるものである。

2. **成長を図り、残された人々を援助するために、構造改革、高い質の政策手段に基づく財政再建、銀行バランスシートの強化を推奨する。** 生産性を高め、イタリアの可能性を広げるための構造改革が最優先課題である。それがなければ、所得を上昇させたり、安定性を確保する戦略は、継続できない。財政政策の質は、より成長に役立ち、包括的なものである必要がある。イタリアはまた、最近再浮上した公的債務の持続可能性についての懸念を払拭する必要がある。これには、ユーロ圏で 2 番目に高い債務対 GDP 比率を確実に下げていくための信頼できる道筋が必要である。さらに、銀行のバランスシートをさらに強化することで、銀行に、回復力を高め、経済を支える役割を十分に果たせさせることができる。

3. **このようなパッケージを確実に履行することは、リスクを削減し、投資家の信頼を高め、回復力を向上させる。** これは、高いソブリン・スプレッドの民間資金調達コストへの悪影響や世界的な見通しに対する新たなリスクを考慮すると、見通しに対する不確実性が特に高

い短期的な成長を守るために不可欠である。また、競争力のギャップを埋めること、実質所得を押し上げること、公的債務を著しく低下させることなどにより、中期的にはかなりの利益を生み出すことにもつながる。

生産性と成長を促進する構造改革

4. よりしっかりした潜在成長率は、経済成果を向上させる唯一の永続的な方法である。当局は、行政および破綻処理改革における望ましい措置を追い求めている。また、投資に対する財政的インセンティブを促進している。しかし、望ましい影響を与え、潜在的な成長を引き出すためには、当局が重要な労働および製品市場改革を実施する努力を拡大することが重要である。

a. *労働市場*。当局は、徐々に、活発な労働市場政策を強化することを重視している。しかし、地方レベル及び企業での賃金と生産性の調整を促進することによって、構造的失業とインフォーマルセクターでの雇用を減らすためには、賃金交渉の分散を最優先とする必要がある。最近の憲法裁判所判決と「尊厳令」は、解雇費用の不確実性とその額を高めている。後者はすでに国際比較で高く、雇用創出に重きを置くのであれば、それらを下げることが考慮すべきである。

b. *製品の市場*。製品やサービス市場の自由化の着実な進展は、生産性、投資、雇用を上昇させる可能性があるが、何年もの間ほとんどなかった。当局は、地方公共サービス、職業、小売業などの分野で高い競争への障壁を低くするように勧告されている。過去 1 年間に発生した法律上の競争上の措置を実施する際の弱さや遅れに対処する必要がある。競争当局の強制力を強化することが推奨される。

c. *行政*。当局は、不正行為に対処し、赤字を減らし、行政手続きを簡素化するために求められるステップを計画している。合理的な調達と、地方の国有企業の合併や民営化、合理化にも進歩が求められている。これらの分野における過去の努力が成功していないことを考慮すると、当局は、改革を実施するための管理能力および行政能力を改善し、中央と地域間の調整の弱点に取り組む努力を強化したいかもしれない。野心的な目標や主要業績評価指標を設定することで、政府は進捗状況を追跡し、伝達することができる。

d. *破綻処理*。当局は、一般的な破産制度を近代化しようとしている。破産事件に関連する遅れを考えると、そのような近代化は時宜になっっている。改革を進めるにあたっては、引き続き国際的なベストプラクティスの指針となるべきである。非効率的かつ高価である大企業向けのイタリアの特別制度を一般的な体制に転換することも推奨される。

安定を維持し包括的成長を支える財政政策

5. 当局は、需要を押し上げるために、先進的な財政刺激策を制定する予定である。大部分の刺激策は、社会的保護と年金給付の拡大に充てられているが、そのデザインは確定していない。追加的なリソースは、公的投資と所得減税に充てられている。赤字目標は、2019 年の GDP の 2.4%である。2020-21 年の赤字目標は、VAT セーフガード条項のもとで、GDP の 2.1%と 1.8%である。

6. 刺激の成長への影響は、今後 2 年間では不確実であり、上昇したスプレッドが持続するならば、中期的にマイナスの可能性はある。相対的に高い乗数効果を仮定しても、刺激の短期的なプラスの影響は、民間部門の借入費用の増加につながるソブリン・スプレッドの持続的な上昇によるマイナスの影響により相殺される可能性がある。したがって、成長への全体的な短期的な影響は曖昧ながら、中期的な影響はマイナスである可能性が高い。結局、我々は 2018~20 年には年間経済成長率は約 1%と、その後も低下すると予測している。2019 年の全体的な赤字は、GDP の約 2.66 パーセントであると予測されている。2020~21 年には、過去には、実行が難しいことが主命されている VAT セーフガード条項を活性化するか、(GDP の 0.7~0.8%)の補償措置を見出す広範な政治的支援がない限り、赤字は約 2.8~2.9%になると予測されている。

7. 計画された刺激策は、イタリアを非常に脆弱にするため、大幅な下振れリスクを伴う。利回りの上昇は、銀行の資金調達のコストと安定性に影響し、貸借対照表を弱める。公的債務は今後 3 年間で GDP の約 130%に留まると予測している。それを超えると、金融政策の正常化と年金支出の増加に伴う金利上昇の予測の下で、債務を安定させるためだけに追加の財政調整が必要となるだろう。一方で、成長の減速やスプレッドの上昇などのわずかな悪影響の実現は債務を増加させ、経済が弱体化したときにイタリアが大規模な財政再建を余儀なくされるリスクを増大させる。これは景気減速を後退に変える可能性がある。インターナショナルとイタリアの以前の経験から、経済が弱い時に大幅な財政収支の締め付けがかかることは、貧困層と脆弱層に偏って起こることが示唆されている。

8. 代わりに、公的債務を確実に下降させ、資金調達コストを削減するために、穏やかで段階的な財政再建を行うことを推奨する。外部条件は依然として好調であり、経済成長は潜在成長率を上回っており、短期的な生産コストを制限する一方で、財政を再建することは賢明である。バランスのとれた調整を経て達成される 4-5 年後の全体的な黒字化の目標は、債務が確実に低下することを保証する。それはまた、不利なショックが発生した場合、イタリアはそうでない場合よりも急激な再建を強いられず、したがって貧困層と脆弱な人々を保護す

ることを意味する。

9. 成長と社会的共生を促進するための政策における構成の転換によって、求められる調整が支持される必要がある。 ユーロ圏で 2 番目に高いイタリアの年金支出は、公共投資のための資源と貧困層のための現代的なセーフティネットを混雑させている。税負担は比較的狭い基盤にあり、労働には重く課税され、富には課税されない。これらの政策は、若い世代を犠牲にして高齢者世代に有利に働く。政策をより成長しやすく、包括的にするためにバランスを取ることは、現在の支出を削減し、貧困層を保護し、公共投資を増やし、課税ベースを拡大し、生産要素に対する税率を引き下げることが必要とする。この点について：

a. **貧困緩和。** イタリアは、貧困層を対象とした福祉依存と労働意欲の阻害要因を避け、期限のない、近代的で保証された最低所得制度を必要としている。当局は市民権収入プログラムを設計している。設計要素はまだ確定されていないが、我々は、定職を見つけるインセンティブを歪ませないレベルで利益を設定することを推奨している。国際的な優良事例は、(i) 相対的貧困レベルの 40～70 パーセントで利益を賄うこと、(ii) 漸進的な給付の段階的廃止、所得の無視、条件付きの職務上の給付を含み、定職に就くインセンティブにすること。(iii) 虐待を防止し、効果的な地方行政能力を確保するための適切な管理を実施すること。理想的には、所得プログラムの包含と他の所得サポートプログラムを合理化する庫音を徐々に拡大することにより、社会保障制度の包括的な見直しの中で、この近代化された制度を導入すべきと考えられている。

b. **年金。** 非常に長期を通じて、高水準の支出を行っている大部分の国よりも優れた位置にいたイタリアは、2011 年も含めて、過去に重要な改革を実施した。しかし、当局は、有効な退職年齢を下げる変更を検討している。このような変化は、年金支出をさらに増加させ、若年世代にさらに負担をかけ、成長促進政策の余地をなくし、高齢労働者の雇用率を低下させるだろう。クロスカントリーの経験に基づいて、退職の波が若者のために多くの仕事を生み出すことは考えにくい。当局は、不変の政策の下でさえ、イタリアは投資収支に負担をかける今後 2～30 年にわたる重要な年金支出圧力に直面していることに留意すべきである。

c. **公共投資の増加。** 我々は、時間の経過とともに危機以前のレベルに戻ることを目指して、成長を支えるために公共投資を徐々に増やすという当局の意図を歓迎する。この拡大を支援し、投資支出の効率を向上させるためには、意思決定プロセスを加速し、公共投資管理を改善し、実施能力を強化するという政府の計画が完全に守られることがさらに重要である。推奨される再建のパスとの整合性を確保するためには、予算措置を相殺する必要がある。

d. **税制の改善。** 当局は、自営業者のための既存のフラット税制（均等税）を拡大し、再投資

利益に恒久的な税制を導入し、他のいくつかの税制優遇措置を変更しつつある。我々は、これらが税制への数々のわずかな変化の歴史に加わり、不確実性を悪化させ、ビジネス環境を損なうと懸念している。代わりに、我々は、税基盤を広める包括的な改革を推奨しており、これには、重要な VAT の遵守と政策ギャップを扱うことで、公正性を担保し、効率化を推奨し、租税支出の合理化、居住地の近代的な財産税による最新の財産税（更新された土地の価値に基づく）、税率の引き上げ、効率の向上、より厳しい施行を強調している。我々は、e-Invoicing 制度とともに、領収書を歳入庁に電子的に送信するという予定されているフェイズに入ることを歓迎する。税金恩赦は避けなければならない。国際的な経験により、一時的な便益は、税法順守の脆弱性によって相殺されることが確認されている。個人所得税率を平準化することについての検討は、上記で推奨された再建パスと一致する必要がある、利益の構造とともに評価され、漸進性と中立性を維持し、歪みを低減する必要がある。

金融の安定

10. 銀行システムの健全性を改善する重要な進展が進行中である。 資本水準が高まり、問題資産が急減し、収益性が徐々に改善している。総不履行ローン（NPL）は、2015 年に 17% 近くのピークから 2018 年半ばには 10% 前後に減少し、3 年で大幅に減少した。この進展は、銀行システムの回復力を回復し、それが実体経済を完全に支えることを可能にするために、全面的に継続する必要がある。

11. 金融セクターの安定に対する前提条件は、財政を守ることである。 昨年、バランスシートを改善し、大規模な問題銀行に取り組む措置によって、銀行システムのテール・リスクは減少したが、近年のソブリン利回りの上昇により脆弱性が再発している。持続的な高い利回りは、特に弱い銀行に対し、増加する課題をもたらす。これには、ソブリンエクスポージャーに対するキャピタルロス、銀行の資金調達および資本増強計画（いわゆる MREL を含む）への悪影響、依然として比較的弱い収益性への圧力、民間部門への信用供与の締め出しなどの潜在的な負担が含まれる。下振れリスクを考慮して、監視と計画の強化が推奨される。

12. 銀行のバランスシートを強化するためのさらなる行動が必要である。 NPL をさらに削減し、銀行の業務効率を向上させ、銀行ガバナンスを改善し、解決への障壁に取り組むことは重要な優先事項である。

a. *NPL の削減。* 重要な銀行の不良債権処理戦略の綿密な監視・監督は、維持されるべきである。重要性の低い機関への指針は、監視のための同様のアプローチで補完されている。監督当局は、NPL 削減目標も意欲的であることを保証すべきである。

b. 効率を高める。運用コストの削減と収益の分散を進めている大手銀行と同様に、監督当局は、重要性の低い銀行が現実的かつ一貫したビジネスモデルとコスト削減の前提を持つことを担保すべきである。約 270 の協同組合銀行を 3 つの新しい銀行グループに統合することは、遅らせるべきではない。統合は、ガバナンス、リスク管理、および効率性にとって非常に重要な改善をもたらすことができる。計画されている資産の質のレビューとビジネスの合理化プロセスで特定された問題は、残りの小規模な銀行でフォローアップされるべきである。

c. ガバナンスの改善。イタリアの EU 適合の履行と銀行経営のための適切なルールの立法格差は解消する必要がある。

d. 解決への障壁に取り組む。銀行が破綻時に必要な調達資金（MREL）を調達すると、銀行部門の弾力性はさらに向上するだろう。破綻に適格な多くのリテールの手段は、現在、裕福な世帯に保有されているが、個人投資家が保有する劣後債の救済は、過去の銀行の破綻処理で問題となっている。したがって、セーフガードは、MREL が有効であることを保証するために、個人投資家に保有されている救済可能債務の額を制限するものと考えられよう。

以上

グラフ 1：イタリア 10 年国債（白）、イタリア銀行 10 年調達金利（青）及びイタリア銀行カバードボンドの金利（オレンジ）



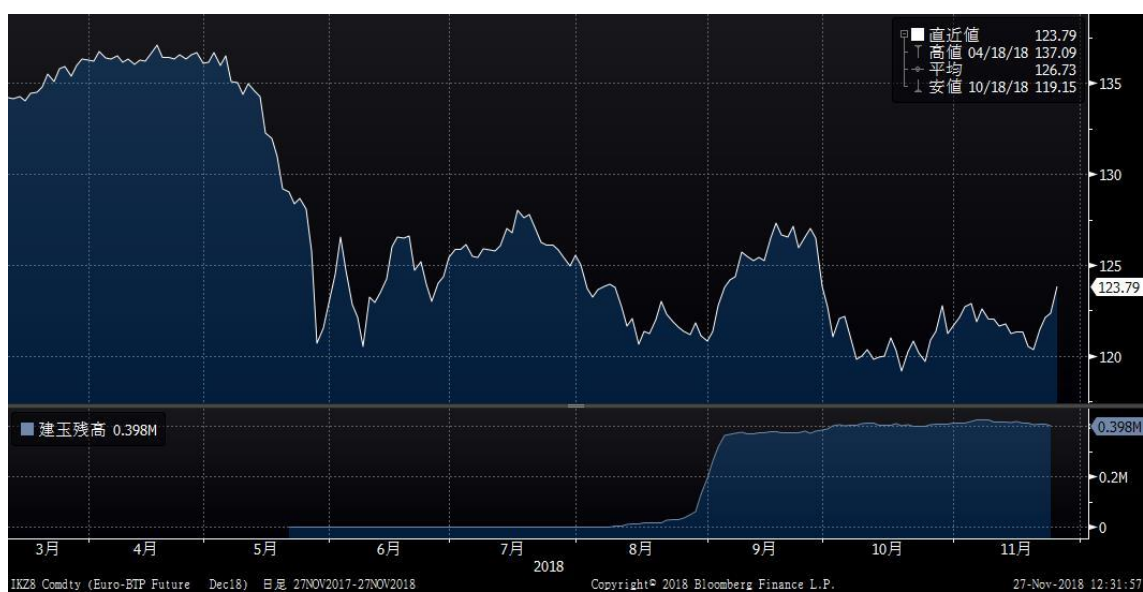
出典：Bloomberg

グラフ 2：ユーロ圏主要国の 30 年国債金利（フランス（白）、スペイン（赤）、ポルトガル（オレンジ）、イタリア（青））



出典：Bloomberg

グラフ 3：イタリア国債 10 年先物の価格推移と建玉の推移



出典：Bloomberg

本書は、情報提供のためのみに提供されるものであり、新たな資料によりその全体について修正、更新または差替されることがあります。本書に含まれる情報は、信頼できると信ずべき情報源から入手されるものですが、その正確性または完全性について何らの表明をするものではありません。本情報の正確性または当社の見解の有効性へ依拠される方は、自己の責任においてそれを行うことになります。

本書は、金融商品（有価証券を含みますが、これに限られません）の取得の申込またはその引受もしくは買付の申込の勧誘を目的とするものではなく、また金融商品の取引条件の最終的な提示を意図したものでもありません。本書に記載されるいかなる表示も三田証券会社またはその関係会社が取引を締結することを約束するものとして解釈されるべきではありません。三田証券会社および・またはその関係会社が本書に基づいて取引を行うことはありません。

三田証券会社またはその関係会社は、本書から発生した誤解について一切の責任を負いません。また、三田証券会社及びその関係会社は、本書に基づいて投資家がなす決定から発生した財務上その他の結果に関して、いかなる受託者責任または賠償責任も負いません。投資家は、リスクを自ら評価し、且つこの点について必要な範囲で自己の法律上、財務上、税務上、会計上またはその他専門分野の自己の助言者から助言を受ける必要があります。

投資家は、特に、本書に記載する金融商品を引受、買付且つ保有する場合、一定の状況においては本金融商品の償還価値・強制買戻価格が額面金額・当初投資金額を下回る場合があり、ゼロとなる可能性もあることを認識する必要があります。

本書は、2018年11月13日付けで国際通貨基金(IMF)が発出した Mission Concluding Statement『Italy: IMF Staff Concluding Statement of the 2018 Article IV Mission』の一部をお客様の参考に資するため提供する和訳文です。原文(英語)と和訳文に齟齬がある場合は原文(英語)が優先し、三田証券は和訳文の正確性について責任を負うものではありません。

商号等 三田証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第175号
本店所在地 〒103-0026 東京都中央区日本橋兜町3-11
加入協会 日本証券業協会
指定紛争解決機関 特定非営利活動法人 証券・金融商品あっせん相談センター
資本金 5億円
主な事業 金融商品取引業
設立年月 昭和24年7月
連絡先 03-3666-0011 又はお取引のある支店にご連絡ください。